أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادية للأسهم
(دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الفلسطينية)

د. سامح مؤيد العطعوط*
د. مفيد الظاهر**

* أستاذ مساعد، قسم المحاسبة، كلية العلوم الإدارية والمالية، الجامعة العربية الأمريكية.
** أستاذ مساعد، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الإقتصاد، جامعة النجاح الوطنية.

ملخص:

تناولت هذه الدراسه اختبار أثر التدفقات النقدية على العوائد العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، على اعتبار أن عوائد الأسهم تتأثر بكثير من العوامل، منها التدفقات النقدية التي تحققها الشركة؛ وقد شملت عينة الدراسه مجموع الشركات الداخلة في تكوين مؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد بينت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات التشغيلية وعوائد الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، و عدم وجود أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم والتدفقات التمويلية والاستثمارية، مما يعني وجود عوامل أخرى تؤثر على أسعار الأسهم في السوق، وقدمت الدراسة مجموعة من التوصيات، أهمها ضرورة إعادة هذه الدراسة لفترات زمنية أخرى للتأكد من نتائج الدراسة، على أساس أن كفاءة السوق يمكن أن تتغير بين فترة وأخرى، كما أوصت الدراسة بضرورة العمل على إيصال المعلومات إلى جميع المتعاملين في السوق في الوقت نفسه وبأقل التكاليف، ومن التوصيات أيضا العمل على زيادة الوعي الاستثماري والمحاسبي للمتعاملين في السوق.

Abstract:

This study examined the effect of cash flows on regular stocks returns of listed corporations at the Palestine securities exchange market regarding that stock returns are affected by several factors out of which the corporations generated cash flows.

The study included all of the listed corporations for stock trading on Palestine security exchange market.

The study concluded that there is no empirical evidence of the relation between operating cash flows and returns for the mentioned companies nor there is a relation between returns and financial or investment cash flows.

This brings up the fact that other factors contribute to the determination of shares market prices.

Several recommendations were the outcome of the study. Amongst these is the recommendation for periodical analysis for the assuredness of the study regarding that market efficiency can and do change over time. The study recommended that information made sent and made available for all of those who deal with the stock market at the same point in time at low costs. Another recommendation is the need to enhance investment and accounting awareness for all of those who trade and deal with the exchange.

مقدمة:

تأسست سوق فلسطين للأوراق المالية في عام ١٩٩٦م وبدأت العمل بتاريخ ١٩٩٦/١١/١٧؛ وقد أدرجت ١٧ شركه أسهمها في السوق مع بداية التشغيل، ووصل عدد الشركات المدرجه في نهاية عام ٢٠٠٧م إلى ٣٤ شركة موزعة على قطاعات عدة، ومنذ ذلك التاريخ بذلت السوق جهوداً كبيرة للمحافظة على استمرارية السوق عن طريق وضع اللوائح والأنظمة التي تنظم عمل السوق (منشورات سوق فلسطين للأوراق المالية، ٢٠٠٧)

تعدُّ العلاقة بين التدفقات النقدية، وبين عوائد الأسهم من أكثر العلاقات التي حظيت باهتمام الدارسين منذ نهاية الستينيات، وذلك لتفسير التغير في العوائد غير المتوقعة، إلا إن الجزء الأكبر من هذه الدراسات كان يركز على دراسة الأرباح المحاسبية؛ كما أن الباحثين في المضمون المعلوماتي للبيانات المحاسبية المبينة على أساس نظرية السوق المالي، يؤكدون بأن الإعلان عن الأحداث المالية للشركة يمكن أن تغيّر من توقعات المتعاملين في السوق المالي بخصوص العوائد التي ستحقق لحملة الأسهم، وهذا يؤثر على سلوك الأسعار في السوق المالية (Penman, Richardson and Tuna,2005) .

ونظرا لكون المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية للشركة تعكس أحداثا مالية ذات طابع تشغيلي واستثماري وتمويلي، فمن المتوقع أن يكون لها أثر غير عادي على أسعار أسهمها في السوق المالي ومن ثم عوائدها (يوسف، ١٩٩٧) ، لذا فان الدراسة الحالية تهدف إلى اختبار رد فعل السوق على معلومات التدفقات النقدية للشركة، وذلك من خلال تتبع سلوك عوائد الأسهم العادية حول تاريخ الإعلان عن تلك المعلومات لمعرفة:

١. مدى قدرة مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادية لأسهم الشركات في السوق المالي.

٢. هل تختلف التدفقات النقدية التمويلية والتشغيلية والاستثمارية في تفسيرها للعوائد السوقية العاديه لأسهم الشركات في السوق المالي.

أهمية الدراسة:

تنبع أهمية هذه الدراسة من كونها الأولى التي تبحث في العوائد العادية للأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مما يساعد المستثمرين في هذه السوق على تحديد العوائد العادية، ولا سيما أن سوق فلسطين للأوراق المالية سوق ناشئة وإمكانية

تحقيق عوائد غير عادية فيها كبيرة. وتحاول الدراسة فضلاً عن ذلك الكشف عن سلوك المستثمر الفلسطيني في التعامل مع المعلومة ومدى استفادته منها، وبالتالي إعطاء صورة عن مدى كفاءة السوق في عكس المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم المتداولة فيه.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسه الى تحقيق الأمور الآتية:

١. إجراء مراجعة شاملة لأدبيات الدراسة المتعلقة بموضوع العوائد العادية للاسهم.
٢. قياس العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والتمويلية والاستثمارية والعوائد العادية للأسهم المدرجة في السوق.
٣. قياس أثر مقاييس جودة الربحية، ومقاييس جودة السيولة على العوائد غير العادية.

مشكلة الدراسة:

يمكن تلخيص مشكلة الدراسة بالإجابة على التساؤلين الآتيين:-

١. هل تتأثر العوائد السوقية العادية للأسهم بمقاييس التدفقات النقدية المختلفة للشركة؟
٢. هل توجد علاقة بين كل عنصر من عناصر التدفقات النقدية والعوائد العادية للأسهم؟

الإطار النظري للدراسة:

أولاً- مفهوم قائمة التدفقات النقدية وأهميتها للمستثمرين:

- **مفهوم قائمة التدفقات النقدية:**

تعرف قائمة التدفق النقدي على أنها قائمة تبين مصادر الأموال واستخدامها في فتره زمنية معينة بقصد تحديد أسباب التغير في رصيد النقدية، وتعد هذه القائمة بناءً على متطلبات المعيار المحاسبي الدولي رقم ٧ الصادر عام ٢٠٠٠ (محمد مطر؛ ٢٠٠٤).

كما تعد قائمة التدفقات النقدية من القوائم المالية المهمة التي توفر المعلومات الممكنة لترشيد قرارات المستثمرين عن طريق مساهمتها في تحقيق الأهداف الآتية:

١. تحديد قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية في المستقبل.
٢. إيجاد مقاييس لتقويم جودة أرباح الشركة وسيولتها، وذلك لتوفير الفهم الواضح لطبيعة مسببات التغيرات الحاصلة فيها.
٣. تقديم مؤشرات عن توسع ونمو الشركة حيث إنه كلما زادت التدفقات الخارجة للأنشطة الاستثمارية عن التدفقات النقدية الداخلة لتلك الأنشطة، كلما كان ذلك دليلاً جيداً على نمو الأنشطة وتوسعها.
٤. إعطاء صورة واضحة ووافية عن السياسات المالية لإدارة الشركة مثل سياسة توزيع الأرباح وسياسة الائتمان والتمويل وغيرها.

وتأتي أهمية قائمة التدفقات النقدية في عكس تلك المعلومات لمستخدمي القوائم المالية، من قدرتها على ترجمة أوجه الأنشطة الأساسية للشركة، والمتمثلة في الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، ففيما يخص الأنشطة التشغيلية، فإن قائمة التدفقات النقدية تعكس جميع العمليات التي تؤثر على بنود قائمة الدخل، وبعض بنود قائمة المركز المالي مثل حسابات رأس المال العامل كالمدينين والدائنين والمخزون... الخ، في حين تتضمن الأنشطة الاستثمارية العمليات المتعلقة باقتناء الاستثمارات التي لا تعتبر معادلة للنقدية كافة، وبيعها أو التخلص منها بطريقة أو بأخرى، وكذلك اقتناء الأصول الثابتة المنتجة والمستغنى عنها، كما تتضمن القروض التي تقدمها الشركة للآخرين، وتحصيل هذه القروض، بينما تشمل الأنشطة التمويلية المصادر التي تحصل عليها الشركة من الملاك، وما يحصل عليه الملاك من توزيعات أرباح، كما تشمل هذه الأنشطة المتحصلات من إصدار السندات والقروض وأوراق الدفع، وسداد هذه الالتزامات (الوابل، ١٩٩١) .

ووفقاً للمعيار المحاسبي ٩٥، فإنه يمكن الإفصاح عن التدفقات النقدية، إما بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر، فطبقا للطريقة المباشرة تظهر مكونات التدفقات النقدية بشكل تفصيلي في حين لا يظهر ذلك التفصيل عند اتباع الطريقة غير المباشرة، إذ يتم البدء بصافي الدخل الظاهر في قائمة الدخل، ويُعدَّل ببعض التسويات اللازمة للوصول إلى صافي التدفقات النقدية، وقد سميت هذه الطريقة بالطريقة غير المباشرة، نظراً لأنها تبدأ بصافي الدخل وفقا لأساس الاستحقاق، ثم تحويله بعد ذلك إلى الأساس النقدي، كما إنها– إلى جانب صافي الدخل– تظهر التغيرات في بعض الحسابات الخاصة بقائمة المركز المالي ذات العلاقة بالأنشطة.

- **أهمية قائمة التدفقات النقدية للمستثمرين:**

تشير الدراسات منذ أكثر من عقدين من الزمن إلى أن المستثمرين يدركون أهمية تلك المعلومات في ترشيد تصرفاتهم الاقتصادية، ففي الدراسة التي قام بها **(Archibald, 1972)** لبحث تأثير عملية التحول من طريقة الاستهلاك المتسارع إلى طريقة الاستهلاك الثابت لأغراض إعداد القوائم المالية للمستثمرين، وليس للأغراض الضريبية التي عادة ما تؤدي إلى زيادة صافي الدخل المحاسبي، ومن ثم عائد السهم، ووجد (Archibald) أن المستثمر لا يعتمد المعلومة الخاصة بهذا الحدث في عملية تقويم سعر السهم بقدر اعتماده على التدفقات النقدية المتوقعة. ويقول **(Ijri, 1980)** إن التركيز على الأرباح بوصفها مؤشراً للأداء يلغي الرشد الاقتصادي للقرارات الاستثمارية التي تعتمد على التدفقات النقدية، وفي هذا الخصوص يؤكد **(Gombula and Ketz, 1983)** أن المستثمر والمقرض عندما يتخذ القرار، فإنه يفاضل بين النقدية الحاضرة والنقدية المتوقعة مستقبلاً، مما يعني أهمية قائمة التدفقات النقديه لهؤلاء المستثمرين.

ويشرح **(Lielk and Giacomino, 1988)** إمكانية استخدام قائمة التدفقات النقدية في قياس وتقويم جودة الربحية والسيولة، فعن طريق ربط بيانات الدخل ببيانات التدفقات النقدية يمكن تقويم جودة الربحية، فقياس الفجوة بين صافي الدخل على أساس الاستحقاق وصافي التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية، يظهر القوة النقدية للشركة، كما تظهر هذه الفجوة متطلبات التمويل للشركة، اذ إنه كلما اتسعت هذه الفجوة كلما زادت الحاجة للتمويل. ويعتقد الباحثون في هذه الدراسة أن التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية توفر مقياساً أفضل لسيولة الشركة أو عدم سيولتها، فإذا كانت الالتزامات المالية أو الديون المترتبة على الشركة تزيد على التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية، فان الشركة ستكون مضطرة لتوليد النقد من خلال التخلص من بعض موجوداتها، أو اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي، كما يمكن استثمار الفائض من التدفقات النقدية المتولد من الأنشطة التشغيلية بعد الوفاء بالتزامات الشركة المستحقة عليها في أوراق مالية أو توسع رأسمالي، لذا فإن قوة سيولة الشركة ترتبط مباشرة بصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية.

ويرى **(Venkatesh, 1989)** أن هناك أثراً للمضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة الاستثمارية على أسعار الأسهم في السوق المالية، وذلك عندما فحص رد فعل السوق المالي تجاه التحولات التقنية الاستثمارية المتطورة الحاصلة في أنشطة الشركة.

وفي سياق إبراز أهمية الإفصاح عن التدفقات النقدية يقول **(Hull, 1990)** إن قدرة الشركة على البقاء فترة طويلة لا تنحصر بمقدرتها على تحقيق الأرباح فحسب، وإنما يتطلب الأمر أيضا أن تكون قادرة على مقابلة تعهداتها والتزاماتها حال استحقاقها، مع الأخذ بنظر الاعتبار التعارض القائم بين السيولة والربحية، فالأنشطة المربحة لا يترتب عليها بالضرورة توليد نقدية في الوقت الذي تحتاج فيه الشركة لهذه النقدية والعكس صحيح، أي إن الأنشطة التي تساهم بتوليد نقدية ليست بالضرورة مربحة، وعليه فإن التحليل النقدي يعطي معلومات مفيدة لمستخدمي التقارير المالية عن قدرة الشركة على خدمة الديون، وسداد التوزيعات ومقابلة تعهداتها المستقبلية.

وفي دراسة قام بها (**أسامة، ١٩٩٤**) حول مدى فعالية مؤشرات التدفقات النقدية في تقويم الأداء المالي لإحدى شركات القطاع العام في جمهورية مصر العربية، بين أن قائمة التدفقات النقدية تعكس معلومات مهمة قد يصعب التوصل إليها عند استخدام النسب المالية التقليدية.

وقد أيدت نتائج دراسة **(McConville, 1996)** التي بحثت في مدى كفاية مؤشرات التدفقات النقدية في الحكم على قدرة الإدارة على توليد التدفقات النقدية، فقد أوضحت أن لمؤشرات التدفقات النقدية دوراً مهماً وفعالا في تحقيق الأهداف الاستراتيجية للشركة، وذلك من خلال أهميتها في دراسة المشكلات الإدارية والمالية، وأثر التغيرات البيئية على كفاية الأداء.

وأبرزت دراسة (**إبراهيم و إبراهيم، ٢٠٠٠**) التي أجريت على (٦٢) شركة عامة في جمهورية مصر العربية دور مؤشرات التدفقات النقدية في تقويم الأداء المالي للشركة والتنبؤ بقدراتها في مجال توليد التدفقات النقدية اللازمة لتلبية احتياجاتها التمويلية والاستثمارية، كما ناقشت دراسة (**الفضل، ٢٠٠٢**) بالاختبار والتحقق الإحصائي مدى التماثل بين المؤشرات المالية ومقاييس التدفقات النقدية، بهدف تحديد مدى أهمية الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية لمستخدمي التقارير المالية، وقد أيدت نتائج الدراسة التي أجريت على (٢٥) شركة صناعية مساهمة مسجلة في سوق العراق للأوراق المالية أهمية تلك المعلومات لجميع مستخدمي التقارير المالية.

طرق إعداد قائمة التدفق النقدي:

تستخدم طريقتان أساسيتان لإعداد قائمة التدفق النقدي هما:

- **الطريقة المباشرة.**
- **الطريقة غير المباشرة.**

وتعدُّ قائمة التدفق النقدي بالاعتماد على المعيار المحاسبي الدولي رقم (٧)، وذلك وفق النموذج الآتي: (المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، ٢٠٠٦، ص ٧٧٩)

قائمة التدفقات النقدية وفقاً للطريقة المباشرة

البيان	جزئي	كلي
التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية:		
النقدية المقبوضة من العملاء	XX	
النقدية المدفوعة للموردين	(XX)	
النقدية المدفوعة للمصروفات	(XX)	
صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية		XXX
التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية:		
نقدية محصلة من بيع الأراضي	XX	
نقدية محصلة من بيع استثمارات طويلة الأجل	XX	
النقدية المدفوعة لشراء آلات ومعدات	(XX)	
النقدية المدفوعة لشراء استثمارات طويلة الأجل	(XX)	
صافي التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية		XXX
صافي التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية:		
نقدية محصلة من إصدار أسهم	XX	
نقدية محصلة من إقراض طويل الأجل	XX	
توزيعات أرباح نقدية	(XX)	
صافي التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية		XXX
صافي التدفق النقدي خلال العام		XXX
يضاف: رصيد النقدية وما يعادلها في بداية الفترة		XXX
رصيد النقدية وما يعادلها في نهاية الفترة		XXX

وعند استخدام الطريقة غير المباشرة، وحسب المعيار المحاسبي الدولي رقم ٧، يمكن إعدادها وفق النموذج الآتي (المعايير الدولية لأعداد التقارير المالية، ٢٠٠٦، ص ٧٨٠):

قائمة التدفقات النقدية على أساس الطريقة غير المباشرة

البيان	جزئي	كلي
صافي الربح المحاسبي على أساس الاستحقاق		XXX
يضاف: مصروف الاستهلاك		XX
يطرح: مكاسب بيع أراضي		(XX)
التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية قبل احتساب التغير في بنود رأس المال		XXX
يضاف: (نقص الأصول المتداولة، وزيادة المطلوبات المتداولة) زيادة رصيد الدائنين نقص رصيد المدينين	 XX XX	
	XXX	XXX
يطرح: (زيادة الأصول المتداولة، ونقص المطلوبات المتداولة) زيادة رصيد المدينين زيادة رصيد المخزون زيادة المصروفات المدفوعة مقدم نقص المصروفات المستحقة	 (XX) (XX) (XX) XX	
	XXX	XXX
صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية		XXX

ثانياً- الدراسات السابقة:

يوجد كثير من الدراسات التي استهدفت اختبار المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية، ومن أهم هذه الدراسات:

١. دراسة (Griffin and Landsmon, 1982) ، أجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية وقد حاولت الإجابة على السؤال التالي: أيهما أفضل قائمة الدخل أم قائمة التدفقات النقدية في التنبؤ بعوائد الأسهم، وذلك بهدف الكشف عن أهمية المضمون المعلوماتي لكلا القائمتين، وقد عبرت الدراسة عن التدفقات النقدية بصافي الربح مضافاً إليه الاستهلاكات، وتوصل الباحثان إلى نتيجة تفيد بعدم وجود أدلة قوية تدعم أهمية المضمون المعلوماتي لقائمة التدفقات النقدية، على زيادة الدخل.

٢. دراسة **(Schaefer and Kennelly, 1986)** وقد أجريت هذه الدراسة أيضا على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق نيويورك، وقد هدفت هذه الدراسه إلى اختبار العلاقة بين مقياسين للتدفقات النقدية وعوائد الأسهم، ويتمثل هذان المقياسان بـ: صافي الدخل مضافا إليه الاستهلاك، وصافي الدخل معدلاً بالتغيرات في رأس المال العامل، أما عوائد الأسهم فتمثلت بالعوائد غير العادية السنوية المتجمعة على مدار ١٢ شهراً، ومع أن النتائج تشير إلى وجود مضمون معلوماتي للتدفقات النقدية، فإنها لم تدعم بشكل قوي فرضيته بوجود معلومات أضافية للتدفقات النقدية تزيد عن تلك التي تتضمنها قائمة الدخل،

٣. دراسة **(Bowen, Burgstahler and Daley, 1987)** أجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات العقارية الأمريكية المدرجة في سوق نيويورك، وقد هدفت إلى تقديم دليل عن دور كل من الأرباح المحاسبيه والتدفقات النقدية في تفسير سلوك أسعار الأسهم، حيث اهتم الباحثون بهذه الدراسة باختبار ما تضيفه التدفقات النقدية إلى مجموعة المعلومات التي تتأثر بها أسعار الأسهم، فاختبر أولا الارتباط بين التدفقات النقدية غير المتوقعة والعوائد غير المتوقعة للأسهم، وذلك بعد تحييد العلاقة بين العوائد غير المتوقعة للأسهم والأرباح غير المتوقعة منها. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود محتوى معلوماتي إضافي نسبي للتدفقات النقدية، وبخاصة تلك المتعلقة بالأنشطة التشغيلية زيادة عما هو موجود في الأرباح، إضافة إلى وجود محتوى معلوماتي إضافي للتدفقات النقدية زيادة عن تلك المعلومات التي تحتويها الأرباح المحاسبية ورأس المال العامل معا.

٤. دراسة **(Wilson, 1986)** أجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات البريطانية، وكانت تهدف إلى معرفة أثر التدفقات النقدية والأرباح على السوق، وقد توصلت هذه الدراسة إلى استنتاج مفاده أن ردود أفعال السوق كانت أكثر استجابة، وتأثراً بالتدفقات النقدية من الأرباح.

٥. دراسة **(Ismail and kim, 1989)** أجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية، وقد بحثت القوة التفسيرية للتدفقات النقدية لمخاطر السوق، مقارنة بمعلومات الأرباح عن طريق دراسة العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية، وتدفقات الأموال ومخاطر السوق، وذلك باستخدام نموذج تحليل الانحدار المتعدد وركز الباحثان على اختبار القوة التفسيرية الإضافية لمقاييس المخاطرة من الأرباح، وتدفقات الأموال والتدفقات النقدية. وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة

مفادها أن إضافة متغير التدفقات النقدية، وتدفقات الأموال، كلٍّ على حدة، للانحدار الذي يستخدم فيه معامل الأرباح كمتغير مستقل يؤدي إلى تحسين القوة التفسيرية لتغير عوائد الأسهم، أما من ناحية أخرى، فإن إضافة معامل الأرباح إلى الانحدار الذي يتضمن معامل التدفقات النقدية وتدفقات الأموال، قد أدى إلى نتائج ضعيفة في القوة التفسيرية لمخاطر السوق، وعوائد الأسهم غير العادية. كما وجد الباحثان أن المعلومات الواردة في قائمة الدخل، ماهي إلا جزء من مجموعة أكبر من المعلومات الموجودة في التدفقات النقدية.

٦. وفي دراسة (**الخلايلة، ١٩٩٨**) التي استهدفت اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية والعوائد السوقية غير العادية للأسهم في الأجل الطويل، اذ تفترض هذه الدراسة وجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم غير العادية وأن هذه العلاقة تكون أقوى كلما طالت فترة العائد، وشملت الدراسة (٣١) شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان خلال (١٠) سنوات، وقد استخدم (الخلايلة) معامل الارتباط وتحليل الانحدار الخطي لاختبار فرضيات الدراسة التي أشارت نتائجها إلى وجود علاقة ضعيفة، وليست ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، وأن هذه العلاقة لا تتحسن بشكل ملحوظ عندما تتم أطالة فترة العائد.

٧. كما أيدت دراسة (**حداد، ٢٠٠١**) ما جاءت به دراسة الخلايلة التي هدفت إلى اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والتمويلية والاستثمارية من جهة، والعوائد السوقية غير العادية للأسهم من جهة ثانية، وقد قيست التدفقات النقدية بناء على المعيار المحاسبي الدولي رقم (٧) ، ومتطلبات قانون الشركات الأردني، وتعليمات هيئة الأوراق المالية لبورصة عمان، وقد تكونت العينة من (٤٤) شركة صناعية، وغطت الدراسة الفترة الممتدة ما بين ١٩٩٩م– ١٩٩٨م، وقد جاءت النتائج مدعمة لفرضيات الدراسة، حيث لم تظهر وجود علاقة بين العوائد غير العادية للأسهم، وبين التدفقات النقدية الناتجة من عمليات التشغيل والاستثمار والتمويل، إلى جانب ضعف القوة التفسيرية لجميع نماذج الانحدار المستخدمة في الدراسة.

٨. دراسة (**الخداش والعبادي، ٢٠٠٥**) بعنوان: (علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم)، أجريت الدراسة

على عينة من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالية، وهدفت إلى تحديد أهمية العائد على حقوق المساهمين كنسبة مالية مستندة إلى أساس الاستحقاق، وإلى التدفقات النقدية في تقويم الوضع المالي والسعر السوقي للسهم للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.. وتوصلت الدراسة إلى أن قائمة التدفقات النقدية توفر معلومات إضافية ومهمة تساند المعلومات التي توفرها القوائم المالية الأخرى، كما تعتبر قيم التدفقات النقدية ونسبها المالية ذات أهمية أفضل من مثيلتها المبنية على أساس الاستحقاق في تقويم الوضع المالي للشركات.

٩. دراسة (**عبد الناصر شحدة السيد أحمد٢٠٠٨**) (الأهمية النسبية للنسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقويم السيولة وجودة الأرباح، وذلك من وجهة نظر محللي الائتمان في البنوك التجارية الأردنية ومحللي الأوراق المالية في بورصة عمان)، أجريت الدراسة على عينة من الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان، وهدفت إلى معرفة دور النسب المالية المشتقة من قائمة التدفق النقدي وأهميتها النسبية في القرار الاستثماري من وجهة نظر محللي الائتمان ومحللي الأوراق المالية، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة، أن النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية تعتبر أداة مهمة لاتخاذ القرار الاستثماري، كما بينت الدراسة أن هناك اختلافاً في وجهات النظر بين محللي الائتمان ومحللي الأوراق المالية حول الأهمية النسبية للنسب المشتقة من قائمة التدفق النقدي من أجل تقويم السيولة، وعدم وجود اختلاف من أجل تقويم جودة الأرباح.

ويظهر التحليل المقارن لهذة الدراسة أنها مشابهة للدراسات السابقة على البيئة في مجال اختبار أثر المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية على العوائد غير العادية للأسهم، إلا أنها اختلفت عن سابقاتها في طريقة قياس التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل، حيث تستخدم هذة الدراسة لأول مرة في فلسطين مقاييس نسبية، بدلاً من الأرقام المطلقة، وذلك لثبوت أهمية هذه المقاييس بالنسبة للمحللين الماليين في تقديم النصيحة والاستشارة للمستثمرين والمتعاملين في السوق المالي عموماً.

منهجية الدراسة:

مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة العامة المسجلة في سوق فلسطين للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين عامي ٢٠٠٤م – ٢٠٠٥م، والبالغ عددها ٢٥ شركة

عينة الدراسة:

اعتمد الباحث في اختيار عينة الدراسة على أساس الشركات التي تدخل في احتساب مؤشر القدس وفقا للحصة السوقية لتعاملات المستثمرين بأسهم الشركة خلال فترة الدراسة الممتدة من ٢٠٠٤/٤/١ ولغاية ٢٠٠٥/٣/٣١، وتشمل عينة الدراسة جميع القطاعات كما يأتي:

أ. **قطاع الصناعة**: (شركة فلسطين للاستثمار الصناعي، شركة سجاير القدس)

ب. **قطاع الاستثمار**: (شركة باديكو، شركة: المستثمرون العرب)

ت. **قطاع البنوك**: (البنك الإسلامي العربي، بنك الاستثمار الفلسطيني)

ث. **قطاع التامين**: (شركة التامين الوطنية، الأهلية للتامين)

ج. **قطاع الخدمات**: (شركة الاتصالات الفلسطينية، شركة الكهرباء الفلسطينية)

فرضيات الدراسة:

لاغراض هذه الدراسه يمكن صياغة الفرضيات الآتية:

- **H1**: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمقاييس التدفقات النقدية التشغيلية على العوائد السوقية العادية لأسهم الشركات المساهمة العامة المسجلة في سوق فلسطين .
- **H2**: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمقاييس التدفقات النقدية الاستثمارية على العوائد السوقية العادية لأسهم الشركات المساهمة العامة المسجلة في سوق فلسطين .
- **H3**: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمقاييس التدفقات النقدية التمويلية على

العوائد السوقية العادية لأسهم الشركات المساهمة العامة المسجلة في سوق فلسطين .

- **H4:** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمقاييس جودة الربحية على العوائد السوقية العادية لأسهم الشركات المساهمة العامة المسجلة في سوق فلسطين .
- **H5:** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمقاييس جودة السيولة على العوائد السوقية العادية لأسهم الشركات المساهمة العامة المسجلة في سوق فلسطين .

متغيرات الدراسة:

١. **مقاييس التدفقات النقدية**: وتمثل هذه المقاييس المتغيرات المستقلة في الدراسة، وقد تباينت الدراسات في تعريفها وتحديدها.

أما لأغراض هذه الدراسة فإن الباحثين يستخدمون مجموعة من المقاييس المستمدة من قائمة التدفقات النقدية المنشورة ضمن التقرير المالي للشركات عينة الدراسة للعام المالي المنتهي في ٣١ / ١٢ / ٢٠٠٦ وهي على النحو الآتي:

أ. **مقاييس جودة الربحية**: **وتتضمن هذه المقاييس ما يأتي**:

- **نسبة النقدية التشغيلية**: وتقاس هذه النسبة بقسمة صافي التدفقات النقدية من النشاط التشغيلي على صافي الدخل التشغيلي. وتعكس هذه النسبة مقدار النقدية من صافي الدخل المقيس على أساس الاستحقاق.

ب. **مقاييس جودة السيولة**: **ومن أهم مقاييس جودة السيولة هي**:

- **نسبة التدفقات النقدية الضرورية**: وتقاس بقسمة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية على إجمالي الديون قصيرة الأجل. وتعكس هذة النسبة مدى قدرة الشركة على توليد نقدية من نشاطها التشغيلي، يضمن لها مواجهة التزاماتها في الأجل القصير دون اللجوء إلى وسائل التمويل الأخرى.
- **التدفقات النقدية التشغيلية على حجم الأصول**: واُستخدمت هذه النسبة لاستبعاد تاثير حجم الشركات على نتائج الدراسة.
- **التدفقات النقدية الاستثمارية على حجم الأصول**: واُستخدمت هذه النسبة لاستبعاد تاثير حجم الشركات على نتائج الدراسة أيضاً.
- **التدفقات النقدية التمويلية على حجم الأصول**: واُستخدمت هذه النسبة لاستبعاد تاثير حجم الشركات على نتائج الدراسة.

٢. **المتغير التابع**: يعتبر العائد الشهري للسهم هو المتغير التابع في الدراسة، وسيتم قياس العائد الشهري للسهم **باستخدام المعادلة الآتية**:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

حيث إن:

Rit = عائد السهم للشركة i خلال شهر t.

Pit = سعر السهم لشركة I في نهاية شهر t.

Pit - 1 = سعر السهم لشركة i في نهاية شهر 1 - t.

نموذج الاختبار:

استخدم الباحثون في اختبار فرضيات الدراسة النموذج الآتي:

١. نموذج الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة

$$Rit_{it} = a_j + b_{1i}X_{1i} + b_{2i}X_{2i} + b_{3i}X_{3i} + b_{4i}X_{4i} + b_{5i}X_{5i} + e_t \text{ ....}$$

Rit = عائد السهم.

aj = الحد الثابت.

X1i = نسبة التغير في التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i على حجم الأصول.

X 2i= نسبة التغير في التدفقات النقدية الاستثمارية للشركة i على حجم الأصول.

X3i= نسبة التغير في التدفقات النقدية التويلية للشركة i على حجم الأصول.

X4i = نسبة النقدية التشغيلية.

X5i = نسبة التدفقات النقدية الضرورية.

تحليل نتائج الدراسة:

اختبار الفرضيات:

١. اختبار الفرضية الأولى التي تنص على أنه: (لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمقاييس التدفقات النقدية التشغيلية على العوائد السوقية للأسهم).

تشير نتائج الانحدار المدرجة في الجدول (١) لاختبار الفرضيات إلى إثبات الفرضية الأولى، حيث نلاحظ من الجدول (١) أن sig = 0.25، مما يعني أن نموذج الاختبار يشير

إلى عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمقاييس التدفقات النقدية التشغيلية على العوائد السوقية الشهرية العادية عند مستوى معنوية ٠,٠٥ وهذا يعني أن عناصر التدفقات النقدية التشغيلية لا تؤثر على العوائد العادية للأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، سواء كان ذلك تدفقات تشغيلية داخلة أم خارجة. ويرى الباحثان أن سبب ذلك يعود إلى عدم اهتمام المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية بالتدفقات التشغيلية، واهتمامهم أكثر بصافي التدفقات التشغيليه.

الجدول (١)

نتائج اختبار الفرضية الأولى

المتغير المستقل	قيمة b1	قيمة t المحسوبة	الخطأ المعياري	P
التدفقات النقدية التشغيلية	١,٧٧٣	١,٣٤٤	١,٣١٩	٠,٢٥

٢. اختبار الفرضية الثانية التي تنص على أنه: (لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمقاييس التدفقات النقدية الاستثمارية على العوائد السوقية العادية لأسهم الشركات المساهمة العامة المدرجه في سوق فلسطين).

تشير نتائج التحليل الإحصائي المدرجة في الجدول (٢) لاختبار الفرضيات إلى إثبات الفرضية الثانية إذ نلاحظ من الجدول (٢) أن $P = 0.88$، مما يعني أن نموذج الاختبار يشير إلى عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمقاييس التدفقات النقدية الاستثمارية على العوائد السوقية الشهرية العادية عند مستوى معنوية ٠,٠٥ وهذا يشير إلى أن جميع الأموال التي تحصل عليها الشركة والناتجة عن بيع الأصول الثابتة أو الأموال التي تدفعها مقابل شراء أصول ثابتة لا تؤثر على عوائد الأسهم العادية في سوق فلسطين للأوراق المالية، وهذا يعني أيضا عدم اهتمام المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية بالتدفقات النقدية الاستثمارية الناتجة عن بيع أو شراء الأصول الثابتة من أجل التوسع في المشروع، مما يزيد من الضغوط على الإدارة بتوزيع الأرباح، وعدم استخدامها من أجل التوسع، عن طريق شراء الأصول الثابتة والتخلص من الأصول القديمة.

الجدول (٢)

نتائج اختبار الفرضية الثانية

المتغير المستقل	قيمة b2	قيمة t المحسوبة	الخطأ المعياري	P
التدفقات النقدية الاستثمارية	٠,١٢٩	٠,١٤٩	٠,٨٦	٠,٨٨٨

٣. اختبار الفرضية الثالثة التي تنص على أنه: (لا يوجد أثر ذي دلالة إحصائية لمقاييس التدفقات النقدية التمويلية على العوائد السوقية العادية لأسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية).

تشير نتائج التحليل الإحصائي المدرجة في الجدول (٣) لاختبار الفرضيات إلى إثبات الفرضية الثالثة، إذ نلاحظ من الجدول (٣) أن P =0.375، مما يعني أن نموذج الاختبار يشير إلى عدم وجود أثر ذات دلالة إحصائية لمقاييس التدفقات النقدية التمويلية على العوائد السوقية الشهرية العادية عند مستوى معنوية ٠,٠٥ وهذا دليل على أن الأموال التي تحصل عليها الشركة من البنوك ولفترات زمنية طويلة، أو إصدارات الأسهم الجديدة، أو تسديد الالتزامات المالية طويلة الأجل، لا تؤثر على العوائد العادية للأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

الجدول (٣)

نتائج اختبار الفرضية الثالثة

المتغير المستقل	قيمة b3	قيمة t المحسوبة	الخطأ المعياري	P
التدفقات النقدية التمويلية	٠,٥٥٢	٠,٩٩٨	٠,٥٥٤	٠,٣٧٥

٤. اختبار الفرضية الرابعة التي تنص على أنه: (لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمقاييس جودة الربحية على العوائد السوقية العادية لأسهم الشركات المساهمة المسجلة في سوق فلسطين للأوراق المالية).

تشير نتائج التحليل الإحصائي لاختبار الفرضيات إلى إثبات الفرضية الرابعة، اذ نلاحظ من الجدول (٤) أن P=0.01، مما يعني أن نموذج الاختبار يشير إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمقاييس جودة الربحية على العوائد السوقية الشهرية العادية عند مستوى معنوية ٠,٠٥ ، وهذه النتيجة تختلف مع النتائج السابقة التي تشير إلى عدم وجود تأثير للتدفقات التشغيلية على العوائد العادية للأسهم، مع العلم أن ربحية الشركة تنتج بشكل أساسي من هذه التدفقات، وذلك لأن جودة ربحية الشركة قيست حسب التعريف السابق على أساس نسبة النقدية التشغيلية. مما يعني أن المستثمرين في السوق يهتمون بمقاييس الربحية عند اتخاذ قرار بيع أو شراء الأسهم.

الجدول (٤)

نتائج اختبار الفرضية الرابعة

المتغير المستقل	قيمة b4	قيمة t المحسوبة	الخطأ المعياري	P
جودة الربحية	-٠,١١٨	٢,١٢٩	٠,٠٥٥	٠,٠١

٥. اختبار الفرضية الخامسة التي تنص على أنه: (لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمقاييس جودة السيولة على العوائد السوقية العادية لأسهم الشركات المساهمة العامة المسجلة في سوق فلسطين للأوراق المالية).

تشير نتائج الانحدار المدرجة في الجدول (٥) لاختبار الفرضيات إلى إثبات الفرضية الخامسة، اذ نلاحظ من الجدول (٥) أن P = 0.045، مما يعني أن نموذج الاختبار يشير إلى وجود أثر ذات دلالة إحصائية لمقاييس جودة السيولة على العوائد السوقية الشهرية العادية عند مستوى معنوية ٠,٠٥ مما يعني أن التدفقات النقدية الأساسية، سواء كانت تدفقات داخلة أم خارجة، تؤثر على العوائد غير العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وبشكل معنوي.

الجدول (٥)

نتائج اختبار الفرضية الخامسة

المتغير المستقل	قيمة b5	قيمة t المحسوبة	الخطأ المعياري	P
جودة السيولة	٠,٠٥١	٠,٥٧٥	٠,٠٨٧	٠,٠٤٥

وعند حساب معامل التحديد لهذه المتغيرات، وجد أنه يساوي ٤١٪، وهذا يعني أن ٤١٪ من الأسباب التي تؤثر على العوائد العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية تعزى إلى التدفقات النقدية، ونسبة ٥٩٪ تعزى إلى أسباب أخرى ليس لها علاقه بالتدفقات النقدية، وهذا ينسجم مع نتائج اختبار الفرضيات السابقه.

الاستنتاجات والتوصيات:

يمكن تلخيص الاستنتاجات التي جاءت بها الدراسة بما يأتي:

١. اتفاق نتائج هذه الدراسة مع نتائج نظيرتها من الدراسات المشابه، (حداد، ٢٠٠١) .

٢. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمقاييس التدفقات النقدية التمويلية على العوائد السوقية العادية لأسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

٣. تأثير جودة الربحية على العوائد العادية لأسهم الشركات المدرجة في السوق.

٤. تأثير جودة السيولة على العوائد العادية لأسهم الشركات المدرجة في السوق.

في ضوء استنتاجات الدراسة يوصي الباحثون بما يأتي:

١. ضرورة إعادة إجراء مثل هذه الدراسة على فترات أخرى ولنسب مختلفة أخرى وذلك بهدف الكشف عن دور مقاييس التدفقات النقدية في تفسير سلوك الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية .

٢. ضرورة إعادة تقويم كفاءة بورصة فلسطين ، إذ يعتقد الباحثون في ظل معطيات هذه الدراسة عدم قدرة السوق على عكس المعلومات حتى التاريخية منها على أسعار الأسهم، وبالتالي على عائدها.

٣. العمل على إيصال المعلومات في الوقت المناسب، وبأقل التكاليف، وإلى جميع المستثمرين حتى يستطيع المستثمرون، جميعاً الاستفادة من هذه المعلومات

٤. على هيئة سوق رأس المال إلزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات لديها حسب المعايير المحاسبية الدولية.

٥. العمل على زيادة الوعي الاستثماري والمحاسبي لدى المتعاملين بالسوق.

٦. ضرورة أن تقوم السوق بحساب نسب الربحية والسيولة، والتي تحسب باستخدام التدفقات النقدية، حتى يستطيع المستثمرون في السوق الاستفاده منها.

المصادر والمراجـــــع:

أولاً – المراجع العربية:

١. إبراهيم، محمد زيدان ومحمد عبد الفتاح إبراهيم، (٢٠٠٠)، «استخدام مؤشرات التدفقات النقدية كأداة لإعادة هيكلة الهيئات الاقتصادية في مصر» ، وقائع المؤتمر العلمي لقسم المحاسبة بكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية بجامعة اليرموك/ المملكة الأردنية الهاشمية بعنوان– المحاسبة في بيئة متغيرة: تحديات القرن الحادي والعشرين/ للفترة ٢١ – ٢٣ تشرين الثاني.

٢. أسامة ، محمد زكي ، (١٩٩٤) ، «الفكر المحاسبي لأهمية إعداد وتوحيد ونشر قائمة التدفقات النقدية: دراسة نظرية تطبيقية» ، مجلة العلوم الإدارية ، كلية التجارة ، جامعة المنوفية ، ج. م. ع. ، العدد ٧ ، يناير ، ص ص ٤٤ – ٦٥.

٣. حداد ، فايز ، (٢٠٠١) «العلاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل والاستثمار والتمويل والعوائد غير العادية» ، مجلة دراسات ، الجامعة الأردنية ، المجلد ٢٨ ، العدد ١ ، ص ص ١ – ١٤.

٤. الخلايله ، محمود ، (١٩٩٨) ، «العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل» ، مجلة دراسات ، الجامعة الأردنية ، المجلد ٢٥ ، العدد ١ ، ص ص ١٢٤ – ١٣٣.

٥. الخلايله ، محمود وغدير استنبولي ، (١٩٩٧) ، «أثر التغير في التدفقات الرأسمالية على أسعار وحركة الأسهم: دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية ، مجلة دراسات ، الجامعة الأردنية ، العدد ١ ، ص ص ١٤٢– ١٥١.

٦. سجيني ، طلال إبراهيم ، (١٩٩٧)، «قياس درجة ومدى الإفصاح المحاسبي في الشركات الصناعية بالمملكة العربية السعودية» ، المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة قطر ، العدد ٨ ، ص ص ١٣٧ – ١٧٣.

٧. الفضل ، مؤيد محمد علي ، (٢٠٠٢) ، «أهمية الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية في التقارير الخارجية: دراسة اختبارية في العراق» ، مجلة العلوم الاقتصادية

والإدارية ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة الإمارات العربية ، المجلد ١٨ ، العدد ١ ، يونيو ، ص ص ١ – ٢٨.

٨. الوابل ، وابل بن علي ، (١٩٩١) ، «المحتوى الإعلامي لقائمة التدفقات النقدية: دراسة تحليلية مقارنة بالقياس إلى أرباح الاستحقاق» ، مجلة الإدارة العامة ، معهد الإدارة العامة– الرياض ، المجلد ٣٦ ، العدد ٢ ، أغسطس ، ص ص ٢٢١ – ٢٤٩.

٩. يوسف، احمد محمود، (١٩٩٧) ، «المحاكاة التاريخية والمستقبلية للقدرة التنبؤية لمفاهيم التدفق النقدي والربح المحاسبي: دراسة تطبيقية لقطاع الغزل والنسيج ١٩٧٣ – ١٩٩٣» ، المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة قطر ، العدد ٨ ، ص ص ١٩٩ – ٢٣٠.

١٠. خداش، حسام الدين والعبادي، محمد عيسى (٢٠٠٥) . علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم. مجلة دراسات العلوم الإدارية. المجلد ٣٢. العدد ١. ص ١٤١– ١٥٣.

١١. شحده، عبد الناصر (٢٠٠٨) . الأهمية النسبية للنسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقويم السيولة، وجودة الأرباح وذلك من وجهة نظر محللي الائتمان في البنوك التجارية الأردنية، ومحللي الأوراق المالية في بورصة عمان. رسالة ماجستير غير منشوره.

١٢. مطر، محمد (٢٠٠٣) التحليل المالي والائتماني، دار وائل للنشر، عمان. الاردن

١٣. المعايير الدولية لأعداد التقارير المالية، ٢٠٠٦.

ثانيــاً – المراجــع الأجنبية:

1. *Al- Rashed , Wael E. , (2005) , "Funds Flow Reporting in Kuwait" , The Arab Journal of Accounting , May , pp. 75 – 91.*
2. *Archibald, T. R. , (1972) , "Stock Market Reaction to Depreciation Switch – Bank" , The Accounting Review , January , pp. 22 – 30.*
3. *Bernard , V. L. and T. L. Stober , (1989) , "The Nature and Amount of Information in Cash Flow and Accruals" , The Accounting Review , Vol. 62 , Oct. , pp. 624 – 652.*

4. *Bowen , R. , D. Burgstahler and L. Daley , (1987) , "The Incremental Information Content of Accruals Versus Cash Flow , The Accounting Review , Vol. 62 , pp. 723 – 747.*
5. *Breton , G. and J. Taffler , (1995) , "Creative Accounting and investment Analysis Response" , Accounting and Busines Research , Spring , pp. 81 – 92.*
6. *Gomobula , N. J. and J. E. Ketz , (1983) , " Notes on Cash Flow and Classification Patterns of Financial Ratios " , The accounting Review , January , pp. 105 – 114.*
7. *Griffin , P. A. and W. R. Landsman , (1982) "The Incremental Information Content of Replacement Cost Earnings" , Journal of Accounting and Economics , July , pp. 1539 – 1545.*
8. *Hull , John , (1990) , "Mentoring A Company Operating Cash Flow Using Variance Analysis" , Accounting Horizons , September , pp. 50 – 57.*
9. *Ijiri , Y. , (1980) , "Recovey and Cash Flow Accounting" , Financial Executive , March , pp. 54 – 60.*
10. *Ismail , B. E. and M. M. Kim , (1989) , "Note of the Accounting of Cash Flow Variables with Market Risk: Futher Evidence" , The Accounting Review , January , pp. 125 – 136.*
11. *Lielke , D. F. and D. E. Giacomino , (1988) , "Ratio Analysis Using the New Statement of Cash Flows" , Coifoiate Accounting , Winter , pp. 10 – 16.*
12. *Mc Conville , D. , (1996) , "Cash Flow Ratio Gains Respect as Useful Tool for Credit Rating" , Corporate Cash Flow , Vol. 17 , No. 1 , Jun , pp. 18 – 22.*
13. *Penman , Stephen H. , Scott A. Richardson and lrem Tuna , (2005) "The Book – to – Price Effect in Stock Returns: Accounting for Leverage" , Retrieved from E- mail: shp38@columbi. edu. .*
14. *Schaefer , T. and H. Kennelly , (1986) , "Alternative Cash Flow Measures and Risk – Adjusted Returns" , Journal of Accounting , Auditing and Finance , Fall , pp. 278 – 287.*

15. *Van Horn , James C. , (2004) , Financial Managemant and Policy , 12thed. , New Delhi , Printice – Hall of India Private Limited.*

16. *Venkatesh , p. , (1989) , "The Impact of Dividend Initiation on the information Content of Earnings Announcements and Returns Volatility" , Journal of Business , Vol. 62 , No. 29 , pp. 174 –97.*

17. *Wilson , P. G. , (1986) , "The Reletive Information Content of Accruals and Cash Flow: Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual Report Release Date" , Journal of Accounting Research , Vol. 24 , pp. 165 – 220.*

18. *Wilson , P. G. , (1987) , "The Incremental Information Content of the Accrual and Funds Components of Earnings After Controlling For Earnings" , The Accounting Review , No. 2 , pp. 293 – 122.*

الملحق

الجدول (٦)

مقاييس التدفقات النقدية للشركات عينة الدراسة / لسنة ٢٠٠٥

ت	أسم الشركة	التغير في التدفقات النقدية التشغيلية/ حجم الاصول	التغير في التدفقات النقدية الاستثمارية/ حجم الاصول	التغير في التدفقات النقدية التمويلية/ حجم الاصول	نسبة النقدية التشغيلية	نسبة التدفقات النقدية الضرورية
١.	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي	٠,٣٣-	٠,٠٢	٠,٠١-	١,١٨-	٥-
٢.	بيرزيت للادوية	٠,١٣	٠,١٣-	٠,٠٦-	١,١٩	١,٣٦
٣.	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو)	٠,٠٠٤	٠,٠٧-	٠,١١	٠,٠١	٠,٠٦
٤.	شركة المستثمرون العرب	٠,٠٢	٠,٠١-	٠,٠٢	٠,٧٢	١
٥.	البنك الاسلامي العربي	٠,٠٤	٠,٠٣-	٠,٠١	١,٩١	٠,٩
٦.	بنك الاستثمار الفلسطيني	٠,٠١	٠,٠١	٠	٠,٠٥	٠,٠١٣
٧.	شركة التامين الوطنية	٠,٠٤	٠,٠٣	٠,٠٣	٠,٣٩	٠,١٩
٨.	الاهلية للتامين	٠,٠٣-	٠,٠١	٠,٠٢	٠,٣٥-	٠,٢١-
٩.	شركة الاتصالات الفلسطينية	٠,٠٣	٠,٠٠٥-	٠,٠٦-	٠,٠١	٠,١٢
١٠.	شركة الكهرباء الفلسطينية	٠,٠٩-	٠,٠٢	٠,١٣-	١,٣٤-	٠,٨٢-

الجدول (٧)

ت	أسم الشركة	سعر السهم في نهاية شهر نيسان PJT	سعر السهم في نهاية شهر اذار PJT - 1	RJT
١.	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي	١,٣٢	١,٧	٠,٢٢-
٢.	بيرزيت للادوية	٤,٤٩	٤,٥	٠,٠٠٢-
٣.	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو)	٣,٦٩	٣,٨٩	٠,٠٥-
٤.	شركة المستثمرون العرب	٠,٩١	٠,٩٨	٠,٠٨-
٥.	البنك الاسلامي العربي	١,٢٨	١,٦٥	٠,٢٩-
٦.	بنك الاستثمار الفلسطيني	١	٠,٩٢	٠,٠٨
٧.	شركة التامين الوطنية	٤,٥	٤,٥	٠
٨.	الاهلية للتامين	٤,٢٩	٤,٢	٠,٠٢
٩.	شركة الاتصالات الفلسطينية	٩,٨٥	١١,١٨	٠,١٤-
١٠.	شركة الكهرباء الفلسطينية	٢,٢٤	٢,٤٥	٠,٠٩-